

分析师：邓淑斌
登记编码：S0730518030001
dengsb@ccnew.cm
分析师：郑婷
登记编码：S0730524110001
分析师：徐至
登记编码：S0730525040001

景气温和修复 外部扰动升温

—2026 年一季度宏观经济复盘与二季度展望

证券研究报告

发布日期：2026 年 4 月 24 日

相关报告

《锚定新质生产力 以制度创新打通创新资本通道》2026-4-14
《开局起步留空间 强化创新重实效——2026 年政府工作报告学习体会》2026-3-11
《复盘 2025 经济 前瞻 2026 “两会”》2026-3-3
《科创筑梦 数智引领——2026 年 A 股市场展望》2025-12-8

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- **一季度经济运行概况：**开局有力，在 2025 年一季度高基数及地缘冲突、能源安全、贸易政策多重挑战下，GDP 同比增长 5.0%，核心动能持续增强，基建领跑、外贸量质齐升、价格温和修复。
- **需求端：**一季投资增速由负转正、同比增长 1.7%，基建投资大幅回暖、同比增长 8.9%，制造业投资温和回升、同比增长 4.1%，房地产投资同比下降 11.2%、降幅收窄仍在筑底中；消费平稳修复、同比增长 2.4%，促消费政策与春节假期延长带动的共同作用下，服务消费、基本生活与升级类商品消费表现亮眼；货物贸易进出口总值历史同期首破 11 万亿元，季度增速 15% 创近五年新高，进口增速 19.6% 高于出口 7.7 个百分点，贸易市场多元化格局持续深化，高新技术产品出口持续发力。
- **供给端：**一季度工业生产提速，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%、增速加快；企业效益明显改善，1-2 月规上工业企业利润总额同比增长 15.2%、较 2025 年全年加快 14.6 个百分点；产能利用仍显不足，一季度产能利用率为 73.6%、为近三年低位。其中，高端制造业在产值、利润、产能利用等方面具有较快增长，显现出较强的活力和引领作用。
- **财政金融支持：**一季度财政靠前发力显效，呈现“民生优先、刚性支出提速”的特征，1-2 月全国一般公共预算支出同比增长 3.57%，增速明显高于收入增速（0.7%）；收入总量边际修复，税收收入稳步回升、占比进一步提升至 82.4%，土地出让收入同比下降 25.23%、降幅进一步扩大，地方财政平衡承压。货币总量保持合理增长偏宽松，3 月末广义货币（M2）余额同比增长 8.5%（前值 9.0%），贷款利率保持在低位，但市场资金流动性及活化度仍显不足，政策传导堵点尚未完全打通。
- **外部环境：**不确定性加大，地缘风险升级。美国“对等关税”引发的中美贸易摩擦，2026 年一季度延续“边打边谈”的复杂态势，对等反制与经贸磋商相互交织，分歧与共识并存。3 月份美方发起的两项“301 调查”将进入听证与裁定程序，最终结果预计将推迟至三季度公布。一季度，地缘风险集中体现在中东冲突升级，伊朗宣布封锁霍尔木兹海峡，一度引爆全球能源和金融市场，油价上涨推升全球通胀预期、倒逼全球经济增速承压。对中国而言，中东局势升级的整体冲击可控、有限且呈结构性特征。
- **二季度展望：**进入 4 月，中东局势呈现多线交织、持续紧张态势，给全球经济和金融市场带来较大不确定性。我们认为，二季度

的宏观政策将延续“财政接续发力、货币稳字当头、协同提效”的组合思路，重点打通政策传导堵点，推动经济加速回暖。考虑到工业企业利润能否延续高增长、固定资产投资能否持续回升、消费修复节奏与内需接力外需的可能性，都需要进一步跟踪验证，我们对二季度经济运行及对市场影响考虑基准、乐观、悲观三种情景，基准情景是最可能出现的路径，即为：美伊双方冷对峙、油价震荡（80-95 美元），宏观调控政策持续积极且稳定，政策重心将向优化结构、提升效率微调，二季度 GDP 同比维持在 5.0% 左右，不弱于一季度，全年增速有望保持在 4.8%-5.0%。当期，地缘因素对资本市场的影响趋于钝化，A 股震荡上行，叠加年报披露因素，风格偏向价值与成长均衡。

风险提示：1. 地缘风险出现极端情形，将直接冲击全球金融市场并产生阶段性恐慌；2. 后续财政支出力度不及预期或货币政策传导再度受阻，将直接影响经济复苏进程，加剧“供强需弱”的进一步失衡；3. 如房地产或地方债务风险出现恶化迹象，可能导致信用风险传导，冲击到金融体系及整体市场情绪。

内容目录

1. 2026 年 1 季度经济运行概况：回升向好，核心动能持续增强	4
2. 需求端：投资增速由负转正，进出口表现强劲，消费修复偏弱	4
2.1. 投资：增速由负转正，基建是核心驱动，高技术产业投资持续加快	5
2.2. 消费：缓慢修复中，服务消费表现亮眼	5
2.3. 贸易：货物进出口快速增长、结构继续优化	6
3. 供给端：生产提速，效益改善，产能利用仍显不足	7
3.1. 规模以上工业企业增加值：增速加快，高端制造引领工业增长	7
3.2. 规模以上工业产能利用率：整体略有回落，但高端制造业保持较好态势	7
3.3. 规模以上工业企业利润：效益改善，盈利修复结构分化，新动能支撑愈发显现	8
4. 财政金融支持：财政靠前发力，货币供给合理充裕	8
4.1. 财政收支：收入小幅增长、支出靠前发力，地方财政平衡承压	8
4.2. 货币供给：总量保持合理充裕，资金活化效率待提升	10
5. 外部环境：不确定性加大，地缘风险集中	11
5.1. 中美贸易摩擦：对等反制与经贸磋商持续交织	12
5.2. 中东局势：对全球金融和能源市场造成较大扰动	13
6. 二季度展望及跟踪关注点	14
6.1. 政策层面：协同发力，打通传导堵点	14
6.2. 经济与市场预判：基于三种情景	15
7. 风险提示	16

图表目录

图 1：2025-2026 年全国固定资产投资同比增速 (%)	5
图 2：2025-2026 年全国房地产市场主要指标同比增速 (%)	5
图 3：2025-2026 年全国进出口总值 (万亿元) 及增速 (%)	7
图 4：2026 年一季度主要商品出口增速 (%)	7
图 5：2025-2026 年规上工业增加值及其细分项增速 (%)	8
图 6：2025-2026 年规上工业产能利用率 (%)	8
图 7：2025-2026 年规上工业利润同比 (%)	8
图 8：2025-2026 年主要工业行业利润同比 (%)	8
图 9：2026 年一季度社融存量同比下降	11
图 10：2026 年一季度 M2 同比较 2025 年四季度中枢上移	11
图 11：人民币贷款细分项	11
表 1：2025-2026 年宏观经济运行主要指标跟踪 (%)	4
表 2：2026 年一季度各消费品类增速 (%)	6
表 3：2025-2026 年财政收入情况	9
表 4：2025-2026 年财政支出情况	10
表 5：贸易战 2.0 进程表	12

1. 2026 年 1 季度经济运行概况：回升向好，核心动能持续增强

4 月 16 日，国新办举行新闻发布会，由国家统计局通报 2026 年一季度国民经济运行情况并回答记者提问。初步核算，一季度国内生产总值（GDP）334193 亿元，同比增长 5.0%、达到全年 GDP 增长预期目标 4.5-5% 的区间上限，较上年四季度增幅提高 0.5 个百分点，整体运行凸显如下特征：

一是景气度回升。3 月份，制造业采购经理指数(50.4%)、非制造业商务活动指数(50.1%)和综合 PMI 产出指数(50.5%)均重返扩张区间；

二是价格水平温和修复。一季度工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 0.6%、降幅收窄，并在 3 月份实现时隔 41 个月的首次转正；1-3 月居民消费价格（CPI）同比上涨 0.9%。与 2025 年全年 PPI 同比-2.6%、CPI 同比持平的价格水平相比较，一季度价格运行显现低位企稳、温和修复态势。

三是增长中的投资贡献度大幅提升。从“三驾马车”对经济增长的贡献度来看，一季度最终消费支出、资本形成总额、净出口分别贡献 46.7%、38.0%、15.3%，其中，固定资产投资增速大幅回升拉动整体资本形成总额贡献较去年上升 22.7 个百分点，消费与净出口贡献率分别比上年回落 5.3、17.4 个百分点。

总体来看，一季度经济开局有力，呈现基建领跑、外贸量质齐升、价格温和修复的特征。在 2025 年一季度高基数（同比+5.4%）及地缘冲突、能源安全、贸易政策等多重挑战下，5.0% 的增速彰显宏观调控成效与经济自身韧性，核心动能持续增强。

表 1：2025-2026 年宏观经济运行主要指标跟踪（%）

	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
GDP 当季同比	5.4	5.2	4.8	4.5	5.0
GDP 累计同比	5.4	5.3	5.2	5.0	5.0
GDP 累计贡献率：最终消费支出	50.1	50.5	51.7	52.0	46.7
GDP 累计贡献率：资本形成总额	4.7	14.6	5.0	15.3	38.0
GDP 累计贡献率：货物和服务净出口	45.2	34.9	33.3	32.7	15.3
规上工业增加值累计同比	6.5	6.4	6.2	5.9	6.1
社会消费品零售总额累计同比	4.6	5.0	4.5	3.7	2.4
固定资产投资累计同比（%）	4.2	2.8	-0.5	-3.8	1.7
进出口金额（人民币）累计同比（%）	1.3	2.9	4.0	3.8	15.0
出口金额（人民币）累计同比（%）	6.7	7.1	7.1	6.1	11.9
制造业 PMI	50.5	49.7	49.8	50.1	50.4
非制造业 PMI	50.8	50.5	50.0	50.2	50.1
综合 PMI	51.4	50.7	50.6	50.7	50.5
CPI 当月同比	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.9
PPI 当月同比	-2.3	-2.8	-2.8	-2.6	-0.6

资料来源：国家统计局，中原证券研究所

2. 需求端：投资增速由负转正，进出口表现强劲，消费修复偏弱

2.1. 投资：增速由负转正，基建是核心驱动，高技术产业投资持续加快

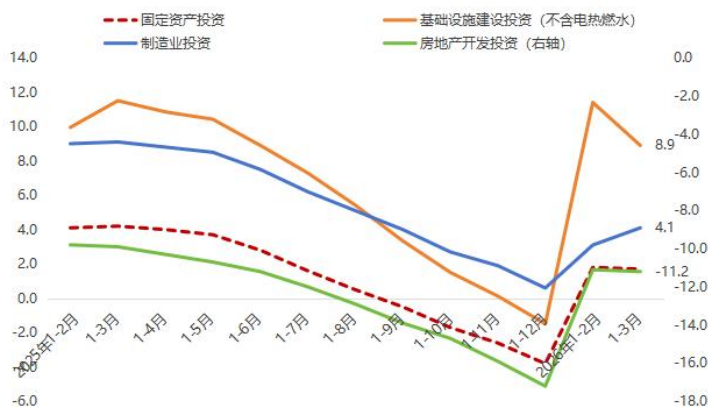
一季度全国固定资产投资(不含农户)102708 亿元,同比增长 1.7%,较 2025 年全年(-3.8%)显著改善,其中:基建投资大幅回暖、制造业投资温和回升,房地产投资降幅收窄但仍在筑底中。

基建投资同比增长 8.9%,较 2025 年全年(-1.5%)提升 10 个百分点,拉动全部投资增长 2.7 个百分点,成为投资回暖第一支撑,体现了专项债提速、“两重”项目加快落地成效。

制造业投资同比增长 4.1%,较 2025 年全年提升 3.5 个百分点,拉动全部投资增长 1.0 个百分点。其中的驱动因素在于:制造业高端化智能化绿色化纵深推进,装备制造业投资同比增长 5.2%,拉动全部制造业投资增长 2.6 个百分点;新质生产力布局加快,高技术制造业投资同比增长 5.2%、高技术服务业投资同比增长 12.3%,远超整体增速;“两新”政策带动设备工器具购置投资增长高达 13.9%。

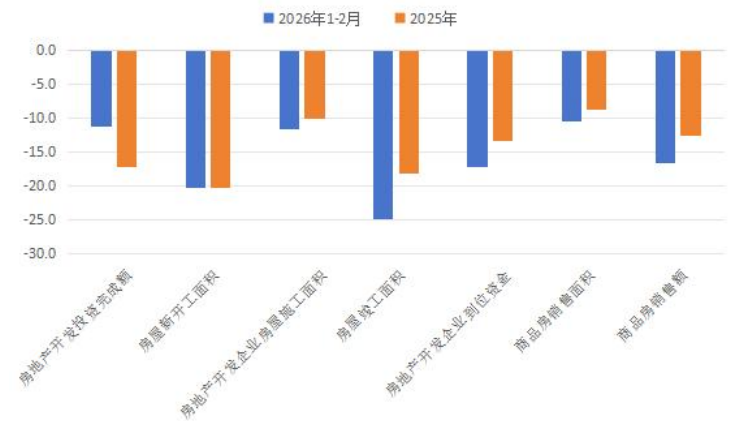
房地产开发投资同比下降 11.2%,较 2025 年全年(-17.2%)明显收窄,仍是固定资产投资的主要拖累。需求端相关的商品房销售面积、销售额同比分别下降 10.4%、16.7%,降幅较 1-2 月收窄约 3 个百分点;供给端相关的房屋新开工面积同比下降 20.3%、竣工面积同比下降 25.0%,降幅小幅收窄。供求两端的降幅收窄,在于基数效应与政策托底的共同作用,反映房地产市场仍处于筑底修复中。

图 1：2025-2026 年全国固定资产投资同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 2：2025-2026 年全国房地产市场主要指标同比增速 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

2.2. 消费：缓慢修复中，服务消费表现亮眼

一季度社会消费品零售总额 127695 亿元,同比增长 2.4%,低于 2025 年全年(3.7%),较上年四季度加快 0.7 个百分点,显示平稳修复态势,其中既有促消费政策效应,也有春节假期延长带动效应。

相比较而言,服务消费表现优于商品消费,服务零售额同比增长 5.5%,高于商品零售额 3.3 个百分点,促服务消费政策效应逐步释放。商品消费中,基本生活与升级类增长较快,如烟酒类同比增长 16.0%、粮油食品类同比增长 10.0%、通讯器材类同比增长 20.8%、金银珠宝

类同比增长 12.6%，而地产链、汽车相关消费则显疲态。

表 2：2026 年一季度各消费品类增速（%）

	2026 年一季度	2025 年	变化
社会消费品零售总额	2.4	3.7	-1.3
餐饮收入	4.2	3.2	1.0
商品零售	2.2	3.8	-1.6
粮油、食品类	10.0	9.3	0.7
饮料类	6.7	1.0	5.7
烟酒类	16.0	2.7	13.3
服装鞋帽针纺织品类	9.3	3.2	6.1
化妆品类	5.9	5.1	0.8
金银珠宝类	12.6	12.8	-0.2
日用品类	5.9	6.3	-0.4
体育、娱乐用品类	1.9	15.7	-13.8
家用电器和音像器材类	0.0	11.0	-11.0
中西药品类	2.4	1.8	0.6
文化办公用品类	9.3	17.3	-8.0
家具类	1.9	14.6	-12.7
通讯器材类	20.8	20.9	-0.1
石油及制品类	-6.4	-5.7	-0.7
建筑及装潢材料类	-4.7	-1.5	-3.2
汽车类	-9.1	-2.7	-6.4

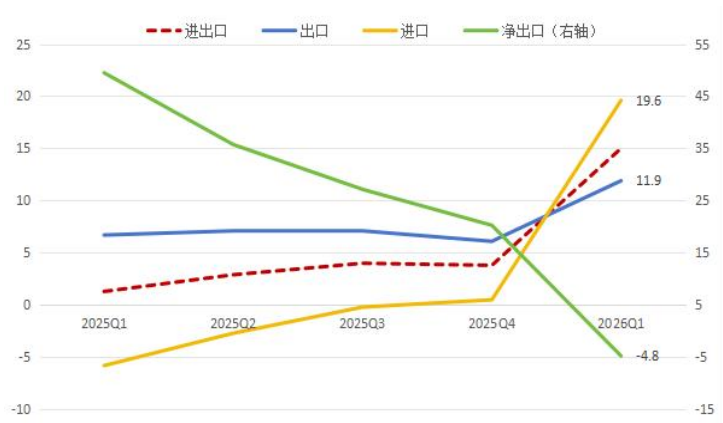
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

2.3. 贸易：货物进出口快速增长、结构继续优化

海关数据显示，一季度货物贸易进出口总值 11.84 万亿元，同比增长 15%，历史同期首破 11 万亿元，季度增速创近五年新高。其中出口 6.85 万亿元（+11.9%），进口 4.99 万亿元（+19.6%），进口增速高于出口 7.7 个百分点，体现了国内市场吸纳能力增强，贸易结构趋于再平衡。

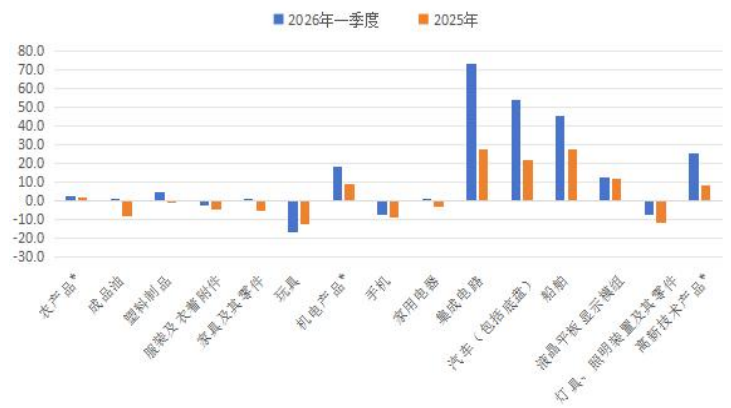
从贸易主体看，对美国出口持续下滑，同比下滑 16.3%，对东盟、欧盟、韩国等出口均超 20%，非美贸易持续扩张，市场多元化格局持续深化。从商品结构看，高新技术产品尤其是汽车链、AI 相关硬件出口持续发力：机电产品出口 4.34 万亿元（+18.3%），占比 63.4%，提升 3.5 个百分点；集成电路（+72.9%）、汽车（+54.2%）、船舶（+45.2%）等产品出口的增长尤为显著；而劳动密集型产品出口则明显承压，玩具、灯具、服装的出口分别下降 16.8%、7.5%、2.7%。

图 3：2025-2026 年全国进出口总值（万亿元）及增速（%）



资料来源：海关总署，中原证券研究所

图 4：2026 年一季度主要商品出口增速（%）



资料来源：海关总署，中原证券研究所

3. 供给端：生产提速，效益改善，产能利用仍显不足

3.1. 规模以上工业企业增加值：增速加快，高端制造引领工业增长

一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较上年四季度加快 1.1 个百分点。一方面得益于外需回暖，同期的工业出口交货值同比增长 7.1%，较上年末回升 4.9 个百分点；另一方面得益于政策加力支撑生产提速，41 个工业大类中 34 个行业增长，电气机械、电子等重点行业分别增长 7.3%、13.6%，对全部规上工业增长的贡献率分别达到 7.5%和 21.4%。

分行业看，高端制造的引领尤为显著。装备制造业增加值同比增长 8.9%，占全部规上工业比重达到 35.1%，对规上工业增长贡献近 50%；高技术制造业增加值增长 12.5%，占比不到 20%，但对规上工业增长贡献达到 32.6%，显示供给结构正向中高端迈进，新质生产力发展与设备更新政策带动效应逐步显现。

3.2. 规模以上工业产能利用率：整体略有回落，但高端制造业保持较好态势

一季度全国规模以上工业产能利用率为 73.6%，处于近三年来低位，较上年四季度下降 1.3 个百分点，较上年同期下降 0.5 个百分点，反映出工业生产端面临一定压力，可能与市场需求恢复节奏、产能扩张与需求匹配度等因素有关。

从三大门类情况来看，采矿业产能利用率为 72.1%，同比下降 2.5 个百分点，主要受煤炭开采和洗选业拖累（产能利用率 66.4%，同比下降 5.5 个百分点）；制造业产能利用率为 73.9%，同比下降 0.2 个百分点，整体相对稳定，但内部行业分化明显；电热燃水生产供应业产能利用率为 71.9%，同比下降 1.7 个百分点，可能与能源需求波动、清洁能源转型过程中的产能调整有关。

从重点行业情况看，高技术产业和装备制造业保持较强活力，通用设备制造业（79.0%）、专用设备制造业（76.6%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（75.4%）等高端制造业产能利用率维持了较高水平，且同比均有所提升；而非金属矿物制品业（56.9%）、汽车制造业（70.3%）、电气机械和器材制造业（71.6%）等产能利用率较低，且同比或环比下降明显，

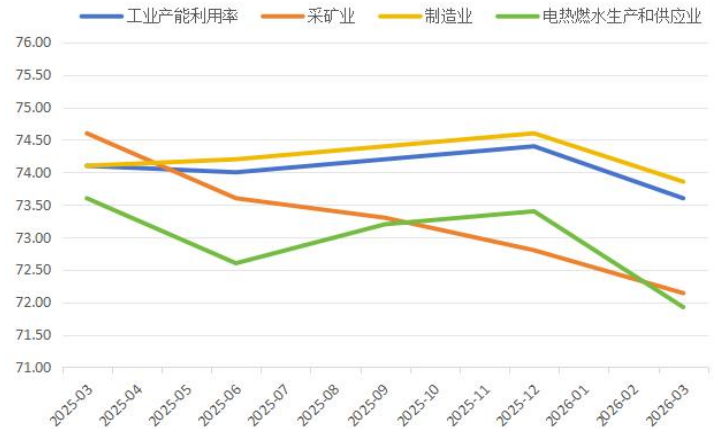
可能与房地产市场调整、消费端需求不足、行业竞争加剧等因素有关。

图 5：2025-2026 年规上工业增加值及其细分项增速 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 6：2025-2026 年规上工业产能利用率 (%)



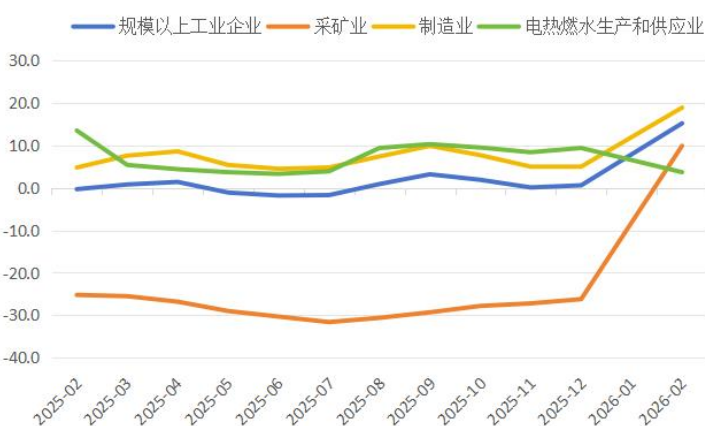
资料来源：国家统计局，中原证券研究所

3.3. 规模以上工业企业利润：效益改善，盈利修复结构分化，新动能支撑愈发显现

1-2 月规上工业企业利润总额 10245.6 亿元，同比增长 15.2%，较 2025 年全年 (0.6%) 加快 14.6 个百分点，较 2025 年同期 (-0.3%) 由负转正。其中，装备制造业、高技术制造业的利润分别增长 23.5% 和 58.7%，成为主要拉动力。

分行业看，上中下游的盈利修复分化明显。上游原材料工业利润明显回升，有色冶炼利润增长 148.2%，化学原料增长 35.9%，石油煤炭加工由亏转盈；中游装备制造受益于出口扩张也实现利润增长，电子设备制造同比增长 203.5%，成为最强拉动行业之一；下游消费品制造业利润仍明显承压，如家具制造利润同比下降 40.0%，汽车制造业利润同比下降 30.2%。

图 7：2025-2026 年规上工业利润同比 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 8：2025-2026 年主要工业行业利润同比 (%)



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

4. 财政金融支持：财政靠前发力，货币供给合理充裕

4.1. 财政收支：收入小幅增长、支出靠前发力，地方财政平衡承压

财政收入总量边际修复，结构分化凸显。2026 年 1-2 月，全国一般公共预算收入 44154

亿元，同比增长 0.7%，增速由负转正但处于低位区间。从收入结构来看，税收收入稳步回升，占比进一步提升，1-2 月税收收入 36393 亿元，同比增长 0.12%，占一般公共预算收入比重达 82.4%，高于 2025 年全年的 81.6%，这既受益于去年同期基数较低（去年同期税收收入下降 3.5%），也体现了经济回暖的积极成效；非税收入快速增长，成为补充财政收入的重要支撑，当期非税收入 7761 亿元，同比增长 3.38%，主要与部分地方政府通过盘活国有资源资产、增加专项收入等方式弥补税收缺口有关。

税收内部结构的分化从一个侧面反映了当前经济“供强需弱”的格局：一方面，资本市场活跃度提升带动印花税大幅增长，当期印花税收入同比增长 34.7%，其中证券交易印花税飙升 110%，成为税收增长的重要亮点；另一方面，核心税种表现分化，与企业生产环节相关的增值税表现尚可，但反映企业最终盈利能力的企业所得税同比下降 3.9%，凸显企业盈利修复仍面临压力；更为关键的是，与居民消费、居民收入密切相关的消费税(-6.2%)、个人所得税(-6.9%)均出现较大幅度下滑，反映居民消费意愿和收入水平仍需提升。此外，房地产相关税收持续承压，契税同比下降 11.1%，土地增值税下降 8.2%，表明房地产市场调整仍在持续，尚未出现明显回暖迹象。结合财政政策更加积极的导向，预计未来财政收支平衡压力将进一步加大，这也是全年 5.89 万亿元赤字安排的重要前瞻考量。

表 3：2025-2026 年财政收入情况

指标名称	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10
一般公共预算收入:合计:累计同比	0.70	-1.70	0.80	0.80
中央(本级):累计同比	-1.70	-6.50	-1.00	-0.80
地方(本级):累计同比	2.60	2.40	2.20	2.10
一般公共预算收入:税收收入:累计同比	0.10	0.80	1.80	1.70
企业所得税:累计同比	-3.90	1.00	1.70	1.90
国内增值税:累计同比	4.70	3.40	3.90	4.00
国内消费税:累计同比	-6.20	2.00	2.50	2.40
个人所得税:累计同比	-6.90	11.50	11.50	11.50
关税:累计同比	14.40	-3.10	-3.20	-3.30
契税:累计同比	-11.10	-14.10	-14.30	-14.70
出口退税:累计同比	9.70	10.70	5.60	6.90
房产税:累计同比	11.60	10.80	10.80	10.60
印花税:累计同比	34.70	24.10	27.00	29.50
土地增值税:累计同比	-8.20	-15.70	-17.30	-17.50
资源税:累计同比	8.10	-0.50	-0.50	-0.40
车辆购置税:累计同比	11.50	-18.80	-17.40	-16.30
非税收入:累计同比	3.40	-11.30	-3.70	-3.10

资料来源：财政厅，中原证券研究所

财政支出靠前发力显效，刚性支出凸显。2026 年 1-2 月，全国一般公共预算支出累计 46706 亿元，同比增长 3.57%，增速明显高于收入增速，与“积极的财政政策要加力提效”的导向高度契合。从支出结构来看，呈现“民生优先、刚性支出提速”的特征：一是社会保障与就业支出持续领跑，1-2 月支出 9279 亿元，同比增长 8.65%，占一般公共预算支出比重仍居首位，彰

显了民生保障的优先定位；二是卫生健康支出快速增长，当期支出4119亿元，同比增长17.28%，反映出人口老龄化趋势下，社会保障和公共卫生领域的支出压力持续上升；三是债务付息支出增幅显著，1-2月支出1914亿元，同比增长22.07%，体现出我国债务规模持续扩张背景下，还本付息的压力逐步增大，成为财政支出的重要刚性负担。

政府性基金：土地出让收入收缩，地方财政平衡承压。2026年1-2月，全国政府性基金收入5363亿元，同比下降15.95%。其中核心收入来源——土地出让金收入3547亿元，同比下降25.23%，降幅较去年进一步扩大，主要原因是房地产市场调整持续，1-2月全国房地产开发投资同比下降11.1%，土地市场交易活跃度不足，地方依赖土地溢价获取建设资金的空间大幅收缩。与收入收缩形成鲜明对比的是，政府性基金支出保持较快增长，当期全国政府性基金支出13174亿元，同比增长15.99%，支出增长主要依赖专项债券前置发行和历年结转资金的支持，有效发挥了投资托底作用。总体来看，地方财政对土地出让收入的依赖度仍较高，在土地收入持续收缩、支出压力不减的背景下，地方财政平衡面临持续挑战，“健全地方税体系、拓展地方税源”的重要性日益凸显，成为缓解地方财政压力的关键举措。

表 4：2025-2026 年财政支出情况

指标名称	2026-02	2025-12	2025-11	2025-10
一般公共预算支出:合计:累计同比	3.60	1.00	1.40	2.00
中央(本级):累计同比	4.50	5.70	6.20	6.30
地方:累计同比	3.50	0.20	0.60	1.20
教育支出:累计同比	-2.10	3.20	4.40	4.70
节能环保支出:累计同比	5.40	6.10	6.60	7.00
科学技术支出:累计同比	-8.00	4.80	7.90	5.70
农林水支出:累计同比	-1.90	-13.20	-13.60	-11.70
卫生健康支出:累计同比	17.30	5.70	4.70	2.40
债务付息支出:累计同比	22.00	4.80	3.90	4.20
城乡社区支出:累计同比	7.70	-5.00	-8.30	-7.30
交通运输支出:累计同比	-1.50	-0.70	-0.10	0.20
社会保障和就业支出:累计同比	8.60	6.70	8.10	9.30
文化旅游体育与传媒支出:累计同比	-1.40	2.20	1.30	2.50

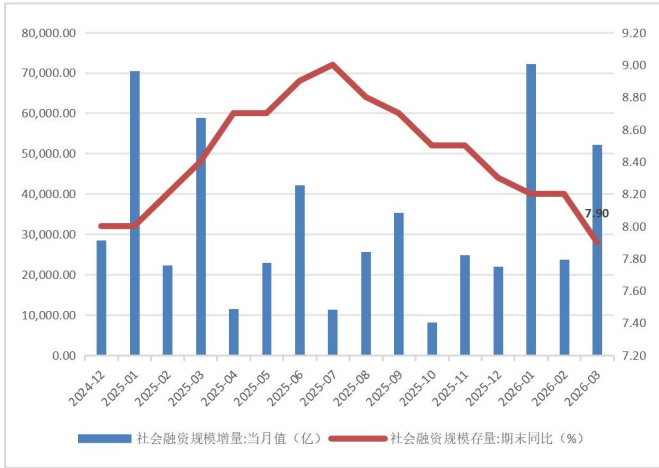
资料来源：财政厅，中原证券研究所

4.2. 货币供给：总量保持合理充裕，资金活化效率待提升

从货币供给角度看，3月末广义货币(M2)余额353.86万亿元，同比增长8.5%(前值9.0%)；狭义货币(M1)余额119.32万亿元，同比增长5.1%(前值5.9%)；M1与M2的剪刀差为-3.4%(前值-3.1个百分点)，处于近三年相对低位；贷款市场报价利率(LPR)已连续10个月维持不变(1年期LPR为3.0%，5年期以上LPR为3.5%)，3月企业新发放贷款加权平均利率和个人住房新发放贷款加权平均利率均约为3.1%，分别比上年同期低约25个基点、6个基点。总体来看，货币政策保持定力，货币总量保持合理增长偏宽松，贷款利率保持在低位但市场资金流动性及活化度仍显不足，而同期社融与M2的差值为-0.6%，也意味着货币供给增长速度仍快于信用创造速度，社会资金使用效率仍需进一步提高，政策传导堵点尚未完全打通。

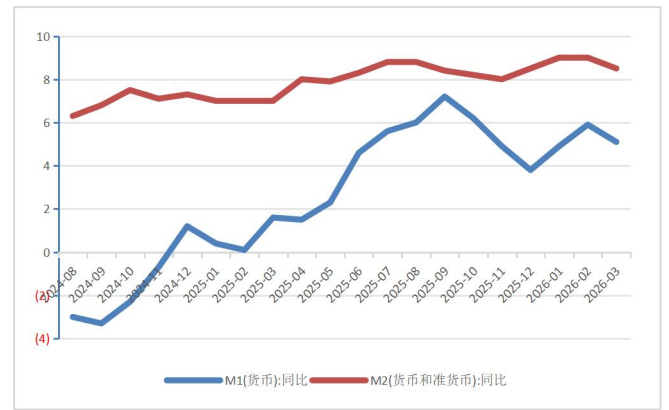
从实体经济融资端看，2026 年一季度，社会融资规模增量为 14.83 万亿元，较去年同期少增 3545 亿元，截至 3 月末社会融资规模余额同比 7.9 %（前值 8.2 %）、比 2025 年末的 8.3% 下降了 0.4 个百分点，增速小幅放缓主要受政府债券净融资减少影响。从融资结构来看，各板块表现分化明显：一是政府债券净融资 3.54 万亿元，同比少 3303 亿元，主要原因是 2026 年一季度到期量较 2025 年同期增加 1.1 万亿元，其中的国债到期量同比增加 6566 亿元，到期压力对冲了新增发行规模；二是企业债券净融资 1.05 万亿元，同比增加 5213 亿元，非金融企业境内股票融资 1173 亿元，同比增加 211 亿元，反映出资本市场对实体经济的支持力度持续增强；三是对实体经济发放的人民币贷款增加 8.9 万亿元、同比少增 7960 亿元，对应存款端，当期人民币存款新增 13.73 万亿元、同比多增 7400 亿元，反映出市场贷款需求仍显不足；四是外币贷款折合人民币增加 852 亿元、同比多增 1819 亿元，一定程度上受人民币升值预期增强影响（3 月末的美元兑人民币汇率为 6.90，总体趋于升值），这既与短期地缘冲突有关，也得益于中长期经济预期的逐步修复。

图 9：2026 年一季度社融存量同比下降



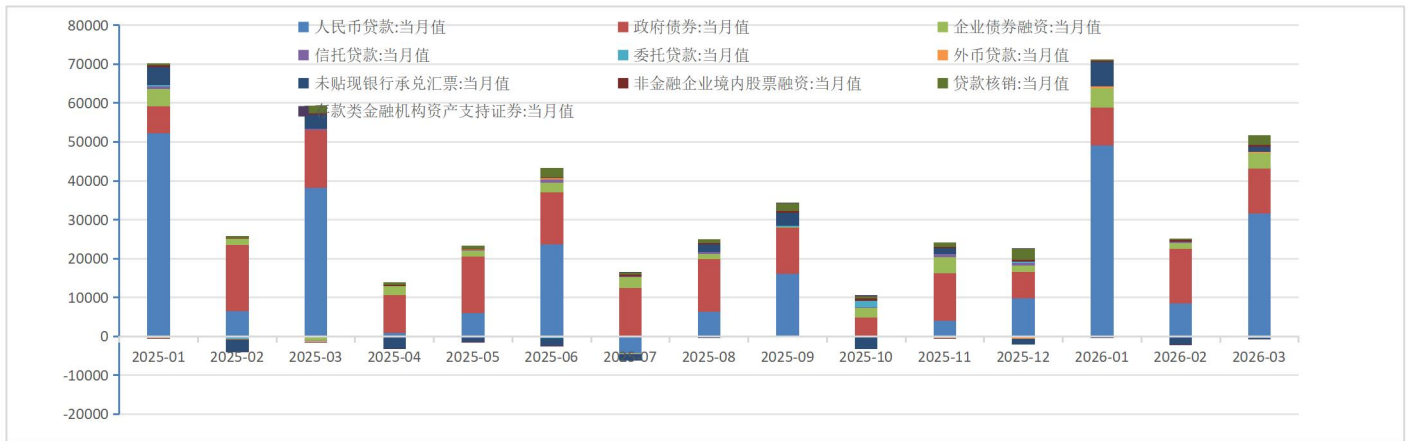
资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

图 10：2026 年一季度 M2 同比较 2025 年四季度中枢上移



资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

图 11：人民币贷款细分项



资料来源：中国人民银行，中原证券研究所

5. 外部环境：不确定性加大，地缘风险集中

5.1. 中美贸易摩擦：对等反制与经贸磋商持续交织

美国“对等关税”引发的中美贸易摩擦，在历经过去一年五轮会谈后，2026年一季度延续“边打边谈”的复杂态势，对等反制与经贸磋商相互交织，分歧与共识并存。一方面，美国贸易代表办公室（USTR）于3月中旬接连发起两项针对中国的“301调查”，借口所谓“产能过剩”及“强迫劳动”，试图对中国相关产业施加贸易压力，破坏全球产供应链稳定。对此，中方坚持底线思维，迅速采取对等反制措施，商务部于3月下旬针对美方破坏全球产供应链、阻碍绿色产品贸易的不合理做法，正式发起两项贸易壁垒调查。

另一方面，3月15日至16日，中美双方在法国巴黎举行第六轮高级别经贸磋商，这是一季度双方唯一的公开正式接触，聚焦四大核心议题展开博弈与磋商：一是关税与301调查的分歧博弈，中方明确反对美方单边加征关税及新一轮“301调查”，坚定维护多边贸易规则；二是贸易失衡与双向投资准入问题，双方就如何破解贸易失衡、优化双向投资环境交换意见，试图化解相关纠纷；三是农产品采购与关键矿产供应链稳定，重点围绕稀土等战略资源的出口管理、农产品双向贸易合作等内容进行沟通；四是常态化合作机制建设，探索建立稳定的中美贸易与投资合作常设机制，为后续沟通协商奠定基础。

从磋商成果来看，双方达成“保持沟通、管控分歧”的初步共识，并就建立拓展经贸合作的常设机制开展研究，但中方同时划下清晰红线，明确表态将坚决反制美方单边关税和“301调查”等不合理举措，绝不妥协退让。展望后续，美方发起的两项“301调查”将进入听证与裁定程序，受程序流程及双方博弈影响，最终结果预计将推迟至三季度公布。

从一季度贸易数据来看，中国对美进出口累计同比实现小幅回升，显示中美贸易韧性仍在。预计二季度，中美贸易摩擦仍将维持“边打边谈”的整体格局，局部领域缓和与局部对抗并存，分歧短期内难以完全化解。对于国内市场高度关注的出口前景，考虑到此次“301调查”主要针对光伏、电动车等绿色产业，而我国相关产业具备较强的全球竞争力，且海外布局日益成熟（如逐步转向东南亚、非洲等新兴市场），预计该调查对我国整体出口的冲击相对有限，更多表现为结构性扰动，不会改变我国出口稳中向好的整体态势。

表 5：贸易战 2.0 进程表

时间	关键事件	核心影响
2025/1/20	特朗普二度就任总统，贸易保护升级	贸易战风险再次抬头
2025/2-3月	美国以芬太尼为由，分两次加征 10% 芬太尼关税；中方同步反制	开启非关税摩擦，贸易战正式点火
2025/4/2	美国行政令发起对等关税，对华初始税率 34%	贸易战全面升级，中美进入正面交锋
2025/4/8-9	美连续加码，对华税率从 34% 提至 84%，再升至 125%	关税触及历史高位，双边贸易面临脱钩风险
2025/4/10-12	中方同步反制，对美关税提至 125%，并启动稀土出口管制（覆盖 7 种中重稀土）	中方亮出资源筹码，博弈进入深水区
2025/5/10-12	日内瓦首轮磋商，双方达成共识：美暂停 24% 额外关税，仅保留 10% 对等关税基线，中方暂停部分非关税反制 90 天	阶段性缓和，市场情绪好转
2025/6/5	中美元首首次通话	释放缓和信号，推动更多磋商

2025/6/5	中美元首伦敦谈判达成“落实框架”	稳固日内瓦共识
2025/7/28-29	中美经贸团队在瑞典斯德哥尔摩举行会谈，中美双方再次暂停部分关税 90 天，同时保留 10% 基础关税	延长贸易休战
2025/7/28-29	马德里会谈，讨论 TikTok 等热点问题	贸易摩擦与科技合作平衡寻路
2025/9/19	第二次元首通话	创造修复新契机
2025/9/29	美加紧出口管制、实体清单政策，扩大“50%规则”	出口管制升级，摩擦再度尖锐
2025/10/9	中国出台稀土及磁性材料出口管制公告	战略资源反制，全球影响放大
2025/10/10	特朗普宣称将加征 100% 关税	冲突峰值，市场回调明显
2025/10/30	中美在吉隆坡经贸磋商达成联合安排，美方取消“芬太尼关税”，继续暂停 24% 对等关税一年，中方相应调整反制措施	重要转折，谈判窗口启动
2025/10/30	中美元首韩国釜山举行的会晤	冲突止步，风险偏好修复
2026/3/15-16	巴黎第六轮磋商，双方就关税延期、供应链合作、常态化机制达成初步共识，美方拟撤回 AI 芯片出口规则	推动分歧管控，为后续谈判铺垫
2026/3/26	喀麦隆经贸谈判，美方提出不合理诉求（市场开放、技术让步），谈判未达成联合声明	博弈出现波折，双方进入“沉默期”观察局势
2026/4/10	中方稀土涨价	中方亮出资源筹码，掌握战略主动权，美方被迫调整谈判策略

资料来源：根据公开资料整理，中原证券研究所

5.2. 中东局势：对全球金融和能源市场造成较大扰动

2026 年一季度，地缘风险集中体现在中东冲突升级，伊朗宣布封锁霍尔木兹海峡——这一海峡承载着全球 25% 的海运石油和 20% 的液化天然气运输，直接导致日均 1600 万桶原油供应中断。这一举措引爆全球能源和金融市场，布伦特原油单月涨幅达 35%，盘中突破 120 美元/桶；波罗的海原油运输指数短期内大涨 110%，油价和运价的飙升成为地缘冲突最直接的反应。

从全球层面看，油价上涨带来连锁反应：一方面推升全球通胀预期，据 IMF 研究，油价每上涨 10%，全球 CPI 将上行约 0.4 个百分点，美欧 3 月 CPI 均显著反弹——3 月美国 CPI 同比上涨 3.3%（前值 2.4%）、欧元区 3 月份 CPI 同比为 2.6%（前值 1.9%），迫使美联储、欧洲央行推迟降息，全球流动性收紧，美元升值、资金回流避险资产；另一方面，全球经济增速承压，IMF 已将 2026 年世界经济增长预期下调 0.2 个百分点至 3.1%。金融市场上，3 月恐慌期内股债商齐跌，全球主要股指大幅回调，仅能源板块逆势上涨，板块分化极为明显。

对中国而言，中东局势升级的整体冲击可控、有限且呈结构性特征。在实体经济层面，影响主要集中在能源、贸易和相关行业。其中：能源方面，油价高位震荡推高上游生产成本，带动我国 PPI 温和回升，但对 CPI 影响温和。得益于我国煤炭为主的能源结构、多元进口渠道和充足的战略储备，输入性通胀压力将得到有效缓冲，为货币政策保留了充足空间，只是此前市场预期的小幅降息可能有所延后。贸易领域，全球贸易增速因局势升级被下调，对我国出口形成短期拖累，但同时也催生了结构性机会，高耗能海外产能受限以及中东地区基建和能源转型需求上升，我国化工、光伏等产业凭借完整供应链优势，出口份额有望提升，为相关企业带来新的订单增长点。行业层面呈现明显分化，油气开采、煤炭、黄金、军工等行业受益，航空、交运、部分高耗能制造和消费行业则面临一定压力。

资本市场层面，中国市场展现出较强韧性。3月2日至3月30日的恐慌期中，A股跌幅显著低于美股、日韩等市场（当期，纳斯达克指数下跌8.3%，德国DAX指数下跌10.76%，日本日经225指数下跌11.8%，韩国KOSPI指数下跌15.5%，上证指数下跌5.76%，深成指下跌5.3%），能源、黄金、军工等防御性板块表现突出，高估值成长板块暂时承压。债市成为“避风港”，十年期中债收益率保持稳定，避险属性凸显；人民币兑美元基本稳定、小幅升值，展现出较强韧性，得益于中国经济的确定性和政策定力支撑。

6. 二季度展望及跟踪关注点

6.1. 政策层面：协同发力，打通传导堵点

当前，中国经济正处于从“政策驱动型弱复苏”向“内生驱动型强复苏”过渡的关键窗口期，复苏基础初步建立，但结构分化显著，内生动能尚未完全激活，且面临内外多重不确定性。进入4月，中东局势呈现多线交织、持续紧张的态势，美伊冷对峙，临时停火延长但美国维持海上封锁，霍尔木兹海峡管控趋严，直接推高全球能源价格，油价在85-95美元/桶高位震荡，给全球经济和金融市场带来较大不确定性。

结合3月中旬发布的2026年政府工作报告、财政预算草案及2025年预算执行情况，我们预计，二季度的宏观政策将延续“财政接续发力、货币稳字当头、协同提效”的组合思路，重点打通政策传导堵点，推动经济加速回暖。

财政政策：接续发力，强化托底支撑。二季度，财政政策将持续保持靠前发力态势，重点通过扩大政府债发行、优化支出结构，推动政策资金尽快形成实物工作量，充分发挥财政的逆周期调节作用。

一是政府债发行有望迎来小高峰，2026年超长期特别国债计划发行规模1.3万亿元，主要用于“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）、“两新”（新型基础设施、新型城镇化）领域；新增地方政府专项债券额度4.4万亿元，重点支持重大项目建设、隐性债务置换、政府拖欠账款消化等。从发行节奏来看，一季度地方政府债券发行量达3.08万亿元，较2025年同期增长约15.59%，其中一般债券7328亿元、专项债券2.35万亿元，4月24日将首次发行超长期特别国债，计划发行20年期340亿元、30年期850亿元，后续发行力度将持续加大，预计二季度政府债净融资实现同比增加。

二是优化财政支出结构，聚焦扩内需和高质量发展，推动投资于物与投资于人相结合。支出重点将向消费贴息、民生保障、新质生产力投入等领域倾斜，其中，第一批936亿元超长期特别国债支持设备更新资金已下达，覆盖工业、能源电力、教育、医疗、住宅老旧电梯等领域约4500个项目，可带动总投资超过4600亿元，进一步撬动社会投资、激活消费潜力。

货币政策：稳字当头，提升政策效能。二季度，货币政策将继续坚持适度宽松导向，以“稳”为主、精准发力，维持流动性合理充裕，延续低利率格局，重点提升政策传导效率。一是维持流动性合理充裕，面对地缘风险冲击和国内金融市场波动风险，将主要通过结构性货币政策工

具，调节市场资金供求，确保资金面宽松，为实体经济融资提供稳定支撑；二是推动社会融资综合成本适度下行，存贷款利率仍有 5-10bp 的下行空间，重点降低小微企业、民营企业融资成本，缓解企业经营压力，推动企业盈利改善和居民需求修复；三是强化结构性支持，进一步扩容结构性货币政策工具，聚焦制造业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节，提升政策精准度和直达性。

政策协同：创新工具，撬动社会资源。政策协同发力是 2026 年宏观调控的一大亮点，二季度将重点聚焦居民消费、民间投资两个关键领域，创新财政金融协同机制，发挥政策叠加效应，撬动更大规模社会资源。3 月 23 日，财政部宣布中央财政专门安排 1000 亿元，综合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等工具，推出财政金融协同促内需一揽子六项政策，其中四项定向支持民间投资（中小微企业贷款贴息、民间投资专项担保计划、民营企业债券风险分担机制、服务业经营主体贷款贴息），两项支持居民消费（个人消费贷款贴息、设备更新贷款贴息）。据测算，这一千亿级财政资金可撬动万亿级信贷规模，实现“四两拨千斤”的政策效果，有效激活民间投资活力、释放居民消费潜力，推动经济持续回升向好。

6.2. 经济与市场预判：基于三种情景

展望二季度的中国经济，工业企业利润能否延续高增长、固定资产投资能否持续回升、消费修复节奏与内需接力外需的可能性，都需要进一步跟踪验证，基于上述对“三驾马车”、财政金融政策以及外部环境的分析，我们对二季度经济运行及对市场影响考虑三种情景：

一是在基准情景下，美伊双方冷对峙、油价震荡（80 - 95 美元），宏观调控政策持续积极且稳定，政策重心将向优化结构、提升效率微调，二季度 GDP 同比维持在 5.0% 左右，不弱于一季度，全年增速有望保持在 4.8%-5.0%。投资方面，总体增速小幅回升至 2.5%-3.0%，基建继续发挥“压舱石”作用，制造业投资温和上行，房地产投资降幅缓慢收窄；消费增速回升至 3.0% 左右，服务消费强于商品消费；净出口仍保持正向贡献，但力度有所下降。价格层面，CPI 和 PPI 将继续温和上行，PMI 围绕荣枯线窄幅波动。当期，地缘因素对资本市场的影响趋于钝化，A 股震荡上行，叠加年报披露因素，风格偏向价值与成长均衡。

二是在乐观情景下，美伊停火落实、海峡通航、油价回落（70 - 80 美元），输入性压力缓解，降息空间打开，内生动能加速接棒，若外部需求超预期、国内促消费稳地产政策见效，二季度 GDP 增速有望上行至 5.2%-5.5%，形成内需共振、产业与盈利正向循环的良性发展格局，物价温和回升，政策逐步收敛刺激力度。在此情形下，资本市场风险偏好回升，成长股有望迎来反弹。

三是在悲观情景下，海峡封锁、油价突破 100 美元、全球滞胀，若内外风险共振，欧美经济衰退、国内房地产超预期下滑，二季度 GDP 增速可能跌破 5.0%，政策储备工具有望迅速推出，以“托底”和“维稳”为首要目标。在此情形下，资本市场将面临短期深度调整，资金抱团防御与能源板块，成长股将继续承压。

综合来看，二季度中国经济具备延续修复的基础，但仍需警惕各类风险挑战，上述的基准

情景是最可能出现的路径，即经济在政策呵护下延续弱复苏，但结构分化、内需不足的特征依然明显。与这一特征相对应，A股资金最为关注的成长赛道至少包括：与产业升级与高端制造景气延续直接相关的行业板块，如半导体、高端装备等板块；政策驱动下的确定性支撑领域，如“新基建”相关的5G、数据中心、特高压设备等板块；具有避险属性及安全所需的能源、资源类板块。

7. 风险提示

1. 地缘风险出现极端情形，将直接冲击全球金融市场并产生阶段性恐慌；
2. 后续财政支出力度不及预期或货币政策传导再度受阻，将直接影响经济复苏进程，加剧“供强需弱”的进一步失衡；
3. 如房地产或地方债务风险出现恶化迹象，可能导致信用风险传导，冲击到金融体系及整体市场情绪。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。